

行业基本面稳健，积极关注行业龙头



1. 6 月博彩收入合符预期，预测 7 月同比增长 3%

6 月澳门博彩毛收入为 238 亿澳门元，同比增长 5.9%，符合我们同比增长 3-5% 的预测，反映贵宾厅在 6 月跌势开始放缓。我们预测 7 月博彩毛收入同比增长 3% 至 261 亿澳门元，主要由于去年世界杯低基数效应及赴澳旅客保持高增长所带动。

2. 微调全年澳门博彩收入增速，但对全年 EBITDA 增长保持乐观

上半年中美贸易摩擦及外围地区性竞争加剧，贵宾厅博彩毛收入下行压力较大，我们早前已经将 2019 年贵宾厅毛收入同比增长预测由 -4% 下调至 -10.1%，并将 2019 年中场博彩毛收入同比增长预测由 +6% 上调至 +12.3%，以反映持续稳定高增长的旅客数字。因此我们把 2019 年澳门博彩毛收入同比增长预测由 +0.4% 微调至 -0.4%，全年预测澳门博彩毛收入为 3,014 亿澳门元，这主要由于贵宾厅下跌带来的影响，但是在高利润率的中场推动下，我们认为行业 EBITDA 仍然可以保持增长，我们相信行业盈利下调的周期已经完结。

3. 1-5 入境旅客累计增速达 21%

5 月入境澳门旅客为 339 万人次，同比增长 25.6%，其中留宿旅客同比增加 10.3%；不过夜旅客同比大增 43.3%。今年 1-5 月累计旅客同比大增 21%，我们相信主要是港珠澳大桥开通后所带动。中国在 4 月 1 日开始放宽内地居民来往港澳通行证的签证至「全国通办」，同时氹仔轻轨及珠机城轨一期预计可在今年下旬开通，进一步增加潜在旅客数字。因此我们相信下半年旅客增速出现断层式下跌的机会较微，旅客增长继续支撑今年澳门博彩业的发展。

4. 行业基本面稳健，积极关注行业龙头

我们在 6 月初的行业动态报告指出基本面稳健，把握行业淡季进场的观点。虽然板块自 6 月以来估值明显修复，但是预测 EV/EBITDA 只有 11.45 倍，仍然低于 12.88 倍的 10 年均值。我们建议优先关注银河娱乐(27.HK；买入；目标价 60.9 港元)及永利澳门(1128.HK；增持；目标价 23.3 港元)，主要由于早前估值受压幅度较大，随着中美重新进行贸易谈判，有利改善市场贵宾厅的悲观的看法。我们长线看好银河娱乐(27.HK)，主要由于 1.)庞大稳健的中场增长、2.)最多的土地储备，未来潜在增长最高、3.)非外资背景，续牌风险较低、4.)公司灵活的执行力，有效在贵宾厅及中场互拨资源。

颜招骏, CFA
分析员
alvin.ngan@ztsc.com.hk
+852 2359 1863

图表 1：澳门博彩公司推荐

公司	股份编号	评级	年结	货币	股价	目标价	EV/EBITDA 19年	EV/EBITDA 20年
银河娱乐	27.HK	买入	12月31日	港元	\$55.55	\$60.90	12.1	10.8
永利澳门	1128.HK	增持	12月31日	港元	\$18.48	\$23.30	11.1	9.4
金沙中国	1928.HK	增持	12月31日	港元	\$39.75	\$45.80	13.4	12.0
美高梅中国	2282.HK	增持	12月31日	港元	\$14.28	\$17.20	11.4	9.7
澳博控股	880.HK	增持	12月31日	港元	\$9.34	\$10.40	15.1	10.9

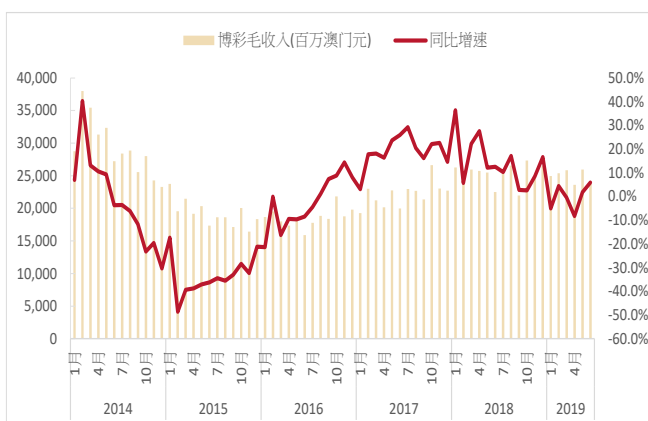
资料来源：中泰国际研究部预测(数据截至 7 月 3 日)

图表 2：6月日均赌收创年内最大增长

月份	日均赌收(百万澳门元)				同比增长		
	2016年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
1月	602	621	847	805	3.1%	36.4%	-5.0%
2月	697	821	868	906	17.8%	5.7%	4.4%
3月	580	685	837	834	18.1%	22.2%	-0.4%
4月	578	672	858	786	16.3%	27.6%	-8.3%
5月	593	734	822	837	23.7%	12.1%	1.8%
6月	529	666	750	794	25.9%	12.5%	5.9%
7月	573	741	817		29.2%	10.3%	
8月	608	731	857		20.4%	17.1%	
9月	613	712	732		16.1%	2.8%	
10月	704	859	882		22.1%	2.6%	
11月	626	768	833		22.6%	8.5%	
12月	639	732	854		14.6%	16.6%	

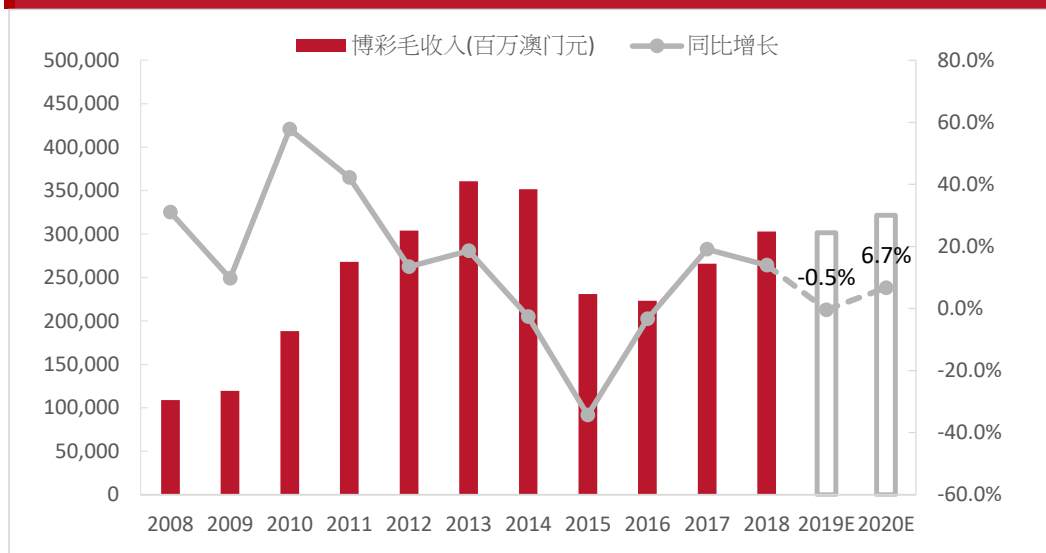
来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 3：澳门博彩毛收入增速连升两个月



来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 4：澳门博彩毛收入增长预测



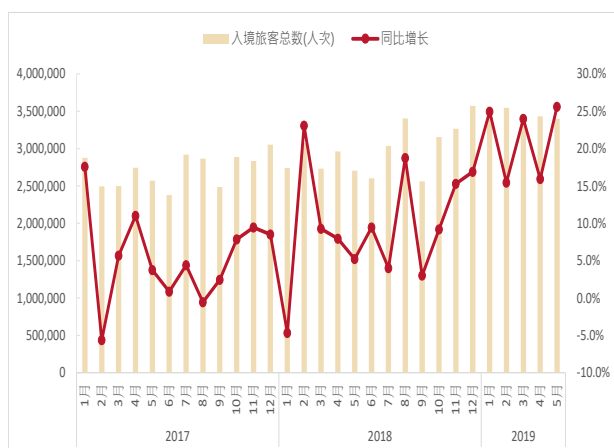
来源：DICJ、中泰国际研究部预测

图表 5：每月博彩毛收入(千美元)

日期	贵宾厅毛收入	同比增长	中场毛收入	同比增长	总博彩毛收入	同比增长	中场赌收占比
2018/1/31	1,881,903	39.8%	1,377,819	29.5%	3,259,722	35.3%	42.3%
2018/2/28	1,689,630	3.5%	1,325,072	6.6%	3,014,702	4.8%	44.0%
2018/3/31	1,753,539	20.1%	1,456,346	22.1%	3,209,885	21.0%	45.4%
2018/4/30	1,780,222	26.0%	1,401,731	27.0%	3,181,953	26.4%	44.1%
2018/5/31	1,752,402	15.2%	1,399,291	6.6%	3,151,693	11.2%	44.4%
2018/6/30	1,542,401	0.6%	1,239,707	30.0%	2,782,108	11.9%	44.6%
2018/7/31	1,742,071	3.7%	1,395,177	18.8%	3,137,248	9.9%	44.5%
2018/8/31	1,862,934	11.7%	1,423,420	24.3%	3,286,354	16.8%	43.3%
2018/9/30	1,357,378	-6.9%	1,358,177	13.4%	2,715,555	2.3%	50.0%
2018/10/31	1,882,958	-4.6%	1,498,509	11.8%	3,381,467	2.0%	44.3%
2018/11/30	1,639,341	-0.9%	1,458,274	20.6%	3,097,615	8.2%	47.1%
2018/12/31	1,684,346	18.2%	1,601,145	14.7%	3,285,491	16.5%	48.7%
2019/1/31	1,548,500	-17.7%	1,538,840	11.7%	3,087,340	-5.3%	49.8%
2019/2/28	1,656,052	-2.0%	1,481,974	11.8%	3,138,026	4.1%	47.2%
2019/3/31	1,397,987	-20.3%	1,796,198	23.3%	3,194,185	-0.5%	56.2%
2019/4/30	1,370,121	-23.0%	1,548,175	10.4%	2,918,296	-8.3%	53.1%
2019/5/31	1,531,021	-12.6%	1,680,463	20.1%	3,211,484	1.9%	52.3%

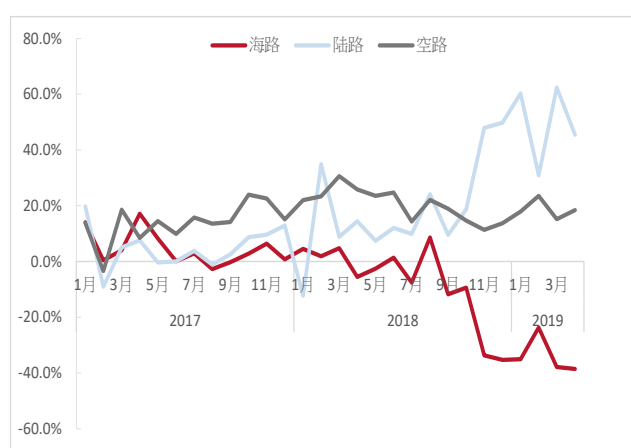
来源：IMC、彭博、中泰国际研究部

图表 6：入境旅客保持双位数增速



来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 7：经陆路及空路入境增速较快



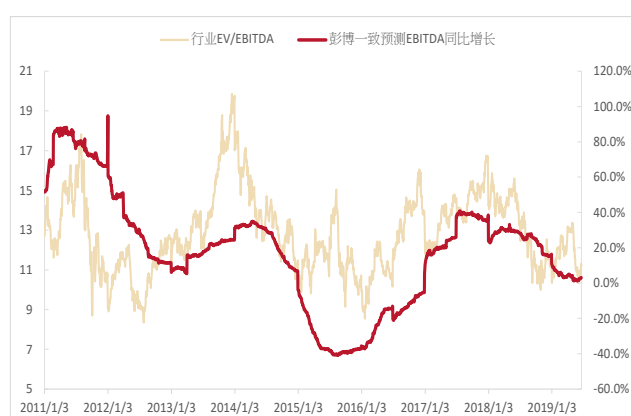
来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 8：行业估值处周期性底部



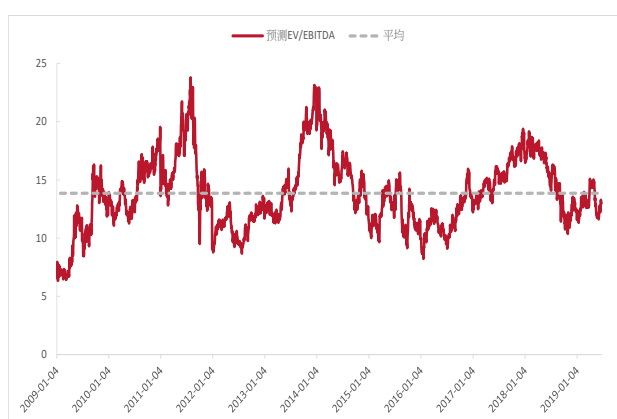
来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 9：盈利预测开始回稳



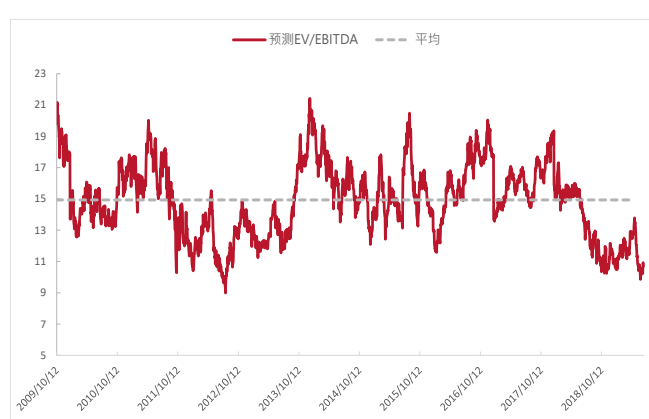
来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 10：银河娱乐(27 HK)预测 EV/EBITDA



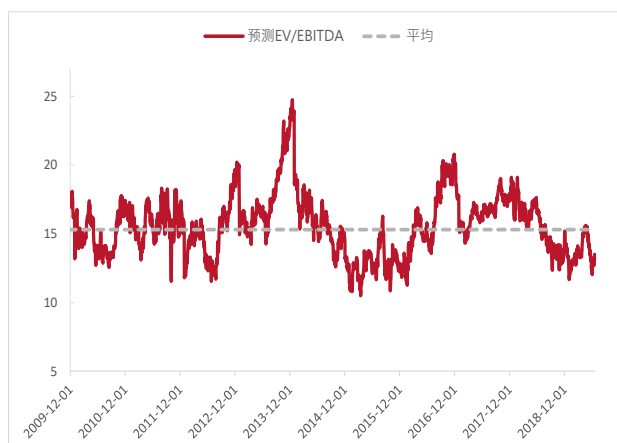
来源：彭博、中泰国际研究部

图表 11：永利澳门(1128 HK)预测 EV/EBITDA



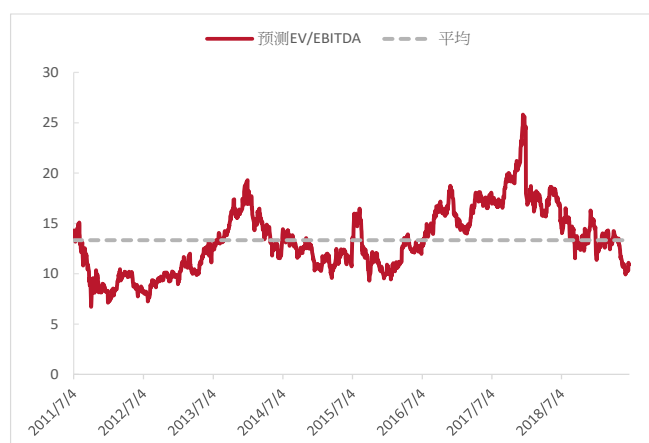
来源：彭博、中泰国际研究部

图表 12：金沙中国(1928 HK)预测 EV/EBITDA



来源：彭博、中泰国际研究部

图表 13：美高梅中国(2282 HK)预测 EV/EBITDA



来源：彭博、中泰国际研究部

图表 14：澳博控股(880 HK)预测 EV/EBITDA



来源：彭博、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的建集团涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20% 以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5% 至 20% 之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于 -10% 至 5% 之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10% 以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 238 号 2 楼

电话：(852) 3979-2985

传真：(852) 2511-3599